PRB 05-37E

Library of Parliament
Bibliothèque du Parlement

CANADIAN RESPONSE TO THE U.S. SARBANES-OXLEY ACT OF 2002: NEW DIRECTIONS FOR CORPORATE GOVERNANCE

Tara Gray
Economics Division

4 October 2005

PARLIAMENTARY INFORMATION AND RESEARCH SERVICE
SERVICE D'INFORMATION ET DE RECHERCHE PARLEMENTAIRES

The Parliamentary Information and Research Service of the Library of Parliament works exclusively for Parliament, conducting research and providing information for Committees and Members of the Senate and the House of Commons. This service is extended without partisan bias in such forms as Reports, Background Papers and Issue Reviews. Analysts in the Service are also available for personal consultation in their respective fields of expertise.

CE DOCUMENT EST AUSSI PUBLIÉ EN FRANÇAIS

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

106-03307/

TABLE OF CONTENTS

Page

INTRODUCTION 1

RECENT CORPORATE GOVERNANCE REFORMS IN THE UNITED STATES. 1

A. Overview of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 1

B. Assessing the Effectiveness of Sarbanes-Oxley 3

THE CANADIAN RESPONSE 5

A. The Canadian Context 5

B. Regulatory Reform: An Ongoing Process 7

CONCLUSION 10

CANADA
LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

CANADIAN RESPONSE TO THE U.S. SARBANES-OXLEY ACT OF 2002: NEW DIRECTIONS FOR CORPORATE GOVERNANCE

INTRODUCTION

This paper discusses the Canadian response to the U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Sarbanes-Oxley) and the related rules adopted by U.S. exchanges and securities regulators.

Sarbanes-Oxley introduced sweeping changes to the corporate governance and disclosure obligations of publicly traded companies on U.S. markets. The need to maintain compatibility and competitiveness with the United States has forced Canadian regulators to adopt similar provisions. However, the Canadian response has been shaped by the unique conditions of the domestic market. Canadian regulators have also been able to benefit from the U.S. experiences since 2002, allowing regulators to avoid many of the pitfalls encountered by their U.S. counterparts. In Canada, most new rules and regulations arising from the reforms came into force in mid-2005, with the remainder to be phased in over the following few years.

RECENT CORPORATE GOVERNANCE REFORMS IN THE UNITED STATES

A. Overview of the Sarbanes-Oxley Act of 2002

The Sarbanes-Oxley Act of 2002 was introduced in the aftermath of a series of major corporate scandals involving, among others, Enron, WorldCom, Global Crossing, and Tyco, as well as several major auditing firms including Arthur Andersen. These scandals resulted in hundreds of billions of dollars in corporate and investor losses in the United States. Corporate defaults and plunging stock prices were followed with stories of excessive executive compensation, insider dealing, and systematic failures in management and board oversight that eventually led to a series of high-profile criminal prosecutions of executives and senior management.

In response, Sarbanes-Oxley introduced far-reaching and significant changes to the corporate governance and disclosure obligations of publicly traded companies in the United States. Its objectives were first, to quickly restore investor confidence in the markets; and second, to prevent further occurrences of corporate fraud. To this end, Sarbanes-Oxley introduced provisions designed to: enhance the accountability of corporate officers; improve corporate disclosure; introduce new audit committee standards and responsibilities; improve auditor oversight and limit conflicts of interest; strengthen accountability for wrongdoing; and address analyst conflicts of interest. While the Act set the broad outlines for reform, it was left to the U.S. Securities Exchange Commission (SEC) as well as U.S. security exchanges themselves to implement many of the details by regulation.

One of the most important provisions of Sarbanes-Oxley establishes the Public Company Accounting Oversight Board, designed to prevent auditing abuses such as those seen at Enron. The accounting board is responsible for registering, overseeing, investigating, and disciplining all accounting firms that audit public companies, and setting auditing standards to be used by those firms. Some other key related requirements include major restrictions on the auditors of public companies. As an example, Sarbanes-Oxley imposes new auditor independence standards in response to concerns that Arthur Andersen's audits of Enron may have been compromised by the fact that the accounting firm was providing both consulting and auditing services to Enron.

The auditing profession was not the only target of Sarbanes-Oxley. The Act also includes a broad range of provisions dealing with corporate governance. These include an expansion of the role and responsibilities of audit committees of the board of directors of public companies, and the introduction of safeguards to ensure that audit committee members are not controlled by top management. Under the Act, at least one member of the audit committee must be designated as a qualified financial expert.

Many of the reforms were controversial. One of the more contentious provisions requires chief executive officers (CEOs) and chief financial officers (CFOs) of public companies to personally certify the accuracy of various financial reports, with significant criminal penalties for false certifications. In addition, if a public company makes an accounting restatement, that company's CEO and CFO could be forced to forfeit any bonuses or profits gained from selling company stock for a one-year period. The Act also prohibits new loans to directors and executive officers. Another controversial provision – known as Section 404 – considered as the Act's most financially onerous, requires public companies to document and test their financial accounting processes to ensure that their financial reports are accurate.

In addition to reforms aimed at strengthening the corporate governance regime, Sarbanes-Oxley introduces a new set of disclosure requirements. For example, material changes to a company's financial condition must be reported on a "rapid and current basis." Sarbanes-Oxley also creates new or broader federal crimes for obstruction of justice and securities fraud. The maximum sentence for some securities law violations was doubled from 10 to 20 years, and the maximum fine against a company for the same offence was increased from $2.5 million to $25 million. To further deter corporate fraud, the law extends protection for whistleblowers: no company may "discharge, demote, suspend, threaten, harass, or in any other manner discriminate against an employee" because of any lawful provision of information about suspected fraud.(1)

In all, the provisions of Sarbanes-Oxley and the related rules and regulations adopted by the SEC and the exchanges contain more than 100 major provisions.(2)

B. Assessing the Effectiveness of Sarbanes-Oxley

Three years after the passage of Sarbanes-Oxley, U.S. regulators and market observers have only just begun to assess its effectiveness. Clearly a work in progress, many observers feel that it still may be too early to evaluate whether or not the reforms have met their objectives, or whether the benefits of the reforms will exceed the costs.

One of the early criticisms that emerged was that Sarbanes-Oxley was designed in haste and implemented too rapidly. This resulted in confusion and uncertainty as firms sorted out their new obligations. In some cases, these were unclear, as the rules were often made binding before the SEC or the exchanges had issued detailed interpretation of them. For example, in the case of CEO/CFO financial statement certification, CEOs and CFOs were incurring personal liability for certifications whose exact meaning and interpretation was yet to be clarified by the SEC. In 2005, the SEC responded by issuing clarifications of the original regulations and promised further consultations aimed at improving them.

One ongoing concern has been the excessive regulatory burden imposed by the reforms. According to the Financial Executives International (FEI), in a survey of

---

(1) Sarbanes-Oxley Act of 2002, s. 806.

(2) For a more detailed discussion, see Margaret Smith, *The U.S. Sarbanes-Oxley Act of 2002: Reforming Corporate Governance and Disclosure*, PRB 02-42E, Parliamentary Information and Research Service, Library of Parliament, Ottawa, 4 November 2002.

217 companies with average revenues above $5 billion, the cost of compliance averaged $4.36 million. The FEI survey also indicated that the actual costs associated with compliance were approximately 39% higher than companies had expected. Another study put the cumulative cost of compliance for the private sector at $1.4 trillion.(3) Compliance with Section 404 (internal controls) alone has been estimated to have cost U.S. business more than $30 billion.(4)

Some expenses were one-time implementation costs. However, the costs of compliance with the Act are important and imposed a significant financial burden that fell disproportionately on smaller and emerging firms. Some of these burdens are being reduced as calls for a less rigid interpretation of the rules are being heeded by regulators. The SEC is also discussing reforms aimed specifically at easing some of the regulatory and paperwork burden imposed on smaller companies.

The hidden costs of Sarbanes-Oxley are only now becoming known. Evidence suggests that foreign firms, including many Canadian companies, are delisting or choosing not to list on American stock exchanges as a result of Sarbanes-Oxley. The New York Stock Exchange (NYSE) reports that it has seen a slowdown in foreign listings since Sarbanes-Oxley, from 50 to 60 per year (about one-third of them European) before the Act was passed to 16 in 2003 (of which only 2 were European).(5) In other instances, firms are deciding not to go public in order to avoid compliance costs.(6) Many market observers also believe that the new rules and regulations, chiefly those aimed at increasing the personal accountability of directors and officers, are serving to discourage risk-taking and other entrepreneurial behaviour.

On the other hand, the benefits of the reforms are also becoming more evident. Section 404, aimed at improving internal controls, is laying the groundwork for sounder financial reporting and better investment decisions, improvements noted by Moody's rating agency. Nevertheless, academics and economists say they need to see more concrete evidence that Sarbanes-Oxley is working before they will weigh in on its merits.

---

(3) "A price worth paying?" *The Economist*, Vol. 375, Issue 8427, 21 May 2005, pp. 71-73.

(4) Amey Stone, "SOX: Not So Bad After All?" *BusinessWeek Online*, 1 August 2005.

(5) On 15 December 2005, Air China, a Chinese company, chose to list on the London Stock Exchange rather than the New York Stock Exchange. Industry observers believe this decision was made in order to avoid the burdens imposed by Sarbanes-Oxley.

(6) "404 Tonnes of Paper," *The Economist*, Vol. 373, Issue 8406, 18 December 2004, p. 116.

THE CANADIAN RESPONSE

While the changes that have been adopted in Canada largely emulate the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and related rules, the Canadian response has been shaped by the significant structural and philosophical differences between the two countries' financial markets. Taking a more measured approach to implementation has also allowed Canadian regulators to learn from, and build upon, U.S. experiences.

A. The Canadian Context

In 2002, Canadian securities regulators found themselves under considerable pressure to adopt similar reforms in order to maintain investor confidence in the Canadian regulatory system and protect the integrity of the Canadian capital markets. However, there was less sense of urgency in Canada since, at the time, Canada had yet to experience corporate fraud on the same scale as in the United States. Nonetheless, Canadian regulators seized the opportunity provided by Sarbanes-Oxley to introduce desired and long-delayed corporate and securities law reform.

Additionally, regulators were strongly motivated by the belief that mirroring U.S. reforms was vital to preserving Canada's preferential access to U.S. markets.(7) This was of crucial importance to large Canadian issuers. Canadian firms make up the single largest group of foreign firms listed on U.S. stock exchanges, with approximately 15% of Toronto Stock Exchange (TSX) listed firms having a U.S. listing. In all, more than 180 Canadian firms were cross-listed on the NYSE, the American Stock Exchange, or the NASDAQ at the end of 2003.(8)

Cross-listed firms are, for the most part, already subject to the new U.S. requirements. Canadian regulators therefore found themselves faced with the need to simultaneously accommodate the conflicting needs of large Canadian issuers listed on American markets and the greater number of smaller, exclusively domestic, issuers. Contradictory

---

(7) The Canada-U.S. Multi-jurisdictional Disclosure System allows eligible Canadian public companies to access the U.S. public markets using Canadian disclosure documents (which are subject to review only by Canadian securities regulators) and without becoming subject to the U.S. domestic registration and reporting system.

(8) Scott Hendry and Michael R. King (Research Director and Assistant Director, respectively, Financial Markets Department), "The Efficiency of Canadian Capital Markets: Some Bank of Canada Research," *Bank of Canada Review*, Summer 2004.

requirements would be intolerable for cross-listed companies, except where U.S. rules provide appropriate exemptions for foreign private issuers. Duplicative requirements, if waived for smaller Canadian issuers, would be largely redundant.(9)

When considering which U.S. reforms to adopt, Canadian regulators also had to take into account the significant disparities between U.S. and Canadian financial markets. First, unlike the United States, Canada does not have a national securities commission. Securities regulation is the responsibility of the provincial and territorial governments, each of which has its own legislation and regulatory authority. Uniformity across Canada, necessary for harmonization with U.S. reforms, would therefore require the agreement of and action by all 13 authorities.(10) This situation was further complicated by the fact that provincial authorities often hold very divergent views on market regulation, further delaying the implementation of national reforms.

The second difference is that a much greater percentage of Canadian public companies have a controlling shareholder compared to U.S. companies. According to the TSX, over 25% of the largest 300 companies that it lists have a controlling shareholder, and about one-quarter to one-fifth of Canadian companies issue restricted or subordinated voting shares.(11)

Critics strongly opposed the suggestion that Canada adopt reforms that would raise the required proportion of independent directors on the boards of Canadian public companies and restrict the membership on audit committees. Such measures, critics said, would be unworkable in Canada, since controlling shareholders have a desire either to be represented on a corporation's board or to name representation to the board. Mandated audit committee independence would be especially impractical if it prevented directors associated with a public company's controlling shareholder from serving on the board of directors. Smaller Canadian public companies would be especially disadvantaged, since the pool of qualified directors willing

---

(9) Christopher C. Nicholls, *The Canadian Response to Sarbanes-Oxley*, Capital Markets Institute, Toronto, January 2003.

(10) Regulatory authorities coordinate their activities through the Canadian Securities Administrators, a forum for developing a harmonized approach to securities regulation across the country. Given the pre-eminence of the TSX, the Ontario Securities Commission is generally regarded as the lead securities regulatory authority in Canada and normally leads any reform efforts.

(11) For a further discussion, see Tara Gray, *Dual-Class Share Structures and Best Practices in Corporate Governance*, PRB 05-26E, Parliamentary Information and Research Service, Library of Parliament, Ottawa, 18 August 2005.

to serve on their boards is already limited. As a result, there were calls for significant relaxation of these rules for small issuers.

The third difference is that many Canadian public corporations have relatively low market capitalization. Canadian companies commonly go public at an earlier stage in their development than U.S. companies. Thus many Canadian companies are very small by U.S. standards. Critics of Canadian/U.S. harmonization feared that the economic interests of these small companies were at risk of being sacrificed for regulatory harmonization. For smaller companies, complying with rules modelled on Sarbanes-Oxley would impose an overwhelming and untenable financial and administrative burden.

Market participants and regulators debated over adopting a U.S.-style, rules-based system. In many cases, Canadian regulators have been reluctant to impose regulations, choosing instead to encourage good corporate governance through voluntary best standards and guidelines. Many participants felt that an American rules-based approach to regulation has engendered an unhealthy, "find the loophole" mentality that militates against the development of a culture of compliance that, in their view, more aptly describes Canada's principles-based regulatory environment.[12] It was felt that Canadian regulators should establish general principles of disclosure, accountability and transparency that would allow companies room for judgment in determining what they have to do to meet those principles. The argument was that specific regulations could not take into account the circumstances of every company and could result in unnecessarily burdensome requirements.

B. Regulatory Reform: An Ongoing Process

The Canadian Securities Administrators (CSA), together with the Ontario Securities Commission (OSC), embarked in 2003 on an extensive consultation process, publishing for comment a series of draft instruments designed to cover most major provisions of Sarbanes-Oxley. By doing so, regulators wished to avoid the confusion and uncertainty that had characterized the U.S. experience.

Following this process, the CSA introduced a series of national instruments and policies (CSA rules, called multilateral instruments or MIs, and national instruments or NIs).[13] To a great extent, these rules closely follow Sarbanes-Oxley and the rules and guidelines

---

(12) Nicholls (2003).

(13) Multilateral instruments are securities rules in force in all Canadian provinces and territories; national instruments are securities rules in force in each Canadian province and territory that elects to adopt those instruments.

established by the SEC and U.S. stock exchanges, but strive to accommodate the unique nature of the Canadian financial market. Most provinces published the amended draft MIs and NIs for comment prior to adopting the new rules and regulations.

The first set of rules proposed by Canadian regulators requires CEO/CFO certification of annual and quarterly reports (MI 52-109, *Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*). Canadian companies will also have to adopt disclosure controls and procedures with regard to financial reporting. Apart from some minor differences related to how information is disclosed in Canada, the proposed national instrument for Canada is very similar to s. 302 of Sarbanes-Oxley, both in form and implementation.

The second set of rules (MI 52-110, *Audit Committees*) proposes new standards and an expanded role for the audit committee. Major Canadian public companies will be required to have fully independent and financially literate audit committees. Certain exemptions are provided for venture issuers, controlled companies and U.S.-listed issuers.

The third set of rules (MI 52-111) relates to internal controls. Companies will be required to perform detailed tests of all their internal accounting processes, and their external auditors will have to examine and give an opinion on those tests. In addition, MI 52-108 proposes establishing a new accounting supervision body, the Canadian Public Accountability Board.

MIs 52-109 and 52-110 were adopted by all jurisdictions in Canada with the exception of British Columbia.[14] Most provisions are now in force. The CSA has delayed for one year the introduction of MI 52-111, which will now be phased in over four years, starting with financial years ending on or after 30 June 2007. According to Steve Sibold, Chair of the CSA and of the Alberta Securities Commission, the net result of these rules is that investors will receive more consistent disclosure on a more timely basis, and that they can be more confident in the quality of the information they receive.

On 16 January 2004, the OSC published proposals that describe best corporate governance practices and require issuers to make disclosures relating to these best practices. The proposals include:

- National Instrument 58-101, *Disclosure of Corporate Governance Practices*
- National Policy 58-201, *Effective Corporate Governance*

These best practices include measures related to the composition of a board, its mandate and its committees; director education and assessment; and codes of business conduct and ethics.

---

(14) A reporting issuer in British Columbia that also reports in other jurisdictions must comply with the rules.

The purpose of the Policy is to provide guidance on corporate governance practices; the purpose of the Instrument is to provide greater transparency for the marketplace regarding issuers' corporate governance practices. While the policy is not mandatory, reporting issuers are required to disclose the corporate governance practices they adopt. However, in recognition of the fact that many smaller issuers may have less formal procedures in place to ensure effective corporate governance, the policy provides for lesser disclosure for venture issuers. In order to avoid regulatory duplication and overlap, the TSX intends to revoke its corporate governance guidelines and related disclosure requirements when the proposals become effective across all provinces.

Other rules that came into force (or will do so shortly) include:

- National Instrument 51-102, *Continuous Disclosure Obligations*[15]
- National Instrument 52-107, *Acceptable Accounting Principles, Auditing Standards and Reporting Currency*
- Multilateral Instrument 52-108, *Auditor Oversight*
- National Instrument 71-102, *Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers*[16]

In addition to the CSA rules, the Ontario government recently amended Ontario's securities laws to increase the maximum penalties for securities law offences.[17] The new measures also provide for new statutory offences such as fraud and market manipulation, tougher penalties for violations of the Ontario *Securities Act*, greater rule-making authority on the part of the OSC, and civil liability for continuous disclosure.

The federal government also amended the *Criminal Code* to: prohibit and impose criminal penalties for insider trading (insider trading is also regulated under provincial securities laws); prohibit and impose criminal penalties for threatening or retaliating against whistleblowers; and increase the penalties for public market-related offences and establish aggravating factors to assist courts in imposing penalties that reflect the seriousness of the crime. Most of these provisions came into force on 15 September 2004.[18]

---

(15) NI 51-102 came into force on 30 March 2004, but different provisions have different effective dates. Venture issuers are subject to less onerous requirements.

(16) NI 71-102 provides broad relief from NI 51-102 for SEC foreign issuers and other designated foreign issuers.

(17) *Keeping the Promise for a Strong Economy Act (Budget Measures), 2002* (the "Budget Measures Act"; formerly Bill 198).

(18) McMillan Binch Mendelsohn, *Corporate Governance in Canada*, Toronto, 2005.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

CONCLUSION

The gradual approach favoured by Canadian regulators may have allowed them to avoid many of the pitfalls encountered by their U.S. counterparts in implementing a Sarbanes-Oxley type of governance regime. Certainly, it has allowed them to better reflect the fundamental differences between the Canadian and U.S. capital markets.

The principal difference between many of the Canadian and U.S. requirements is the non-prescriptive nature of many of the Canadian reforms, reflecting the nature of the Canadian financial marketplace. Over the next few years, market participants will be following these reforms closely to determine whether or not Canadian regulators have been able to strike the correct balance between the conflicting needs of a small number of large cross-listed Canadian issuers and the greater number of smaller domestic issuers.

PRB 05-37F

Library of Parliament / Bibliothèque du Parlement

LA RÉPONSE DU CANADA À LA LOI AMÉRICAINE SARBANES-OXLEY DE 2002 : NOUVELLES ORIENTATIONS POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Tara Gray
Division de l'économie

Le 4 octobre 2005

PARLIAMENTARY INFORMATION AND RESEARCH SERVICE
SERVICE D'INFORMATION ET DE RECHERCHE PARLEMENTAIRES

Le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque du Parlement travaille exclusivement pour le Parlement, effectuant des recherches et fournissant des informations aux parlementaires et aux comités du Sénat et de la Chambre des communes. Entre autres services non partisans, elle assure la rédaction de rapports, de documents de travail et de bulletins d'actualité. Les analystes peuvent en outre donner des consultations dans leurs domaines de compétence.

THIS DOCUMENT IS ALSO PUBLISHED IN ENGLISH

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

TABLE DES MATIÈRES

Page

INTRODUCTION 1

RÉFORMES RÉCENTES DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE AUX ÉTATS-UNIS 1

A. Aperçu de la Loi Sarbanes-Oxley de 2002 1

B. Évaluation de l'efficacité de la Loi Sarbanes-Oxley 4

LA RÉPONSE DU CANADA 5

A. Le contexte canadien 6

B. La réforme réglementaire : un processus permanent 9

CONCLUSION 12

CANADA
LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

LA RÉPONSE DU CANADA À LA LOI AMÉRICAINE SARBANES-OXLEY DE 2002 : NOUVELLES ORIENTATIONS POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

INTRODUCTION

Le présent document traite de la réponse du Canada à la *Sarbanes-Oxley Act of 2002* (Loi Sarbanes-Oxley de 2002, ci-après : SOA) des États-Unis et aux règles connexes adoptées par les organismes américains de réglementation des bourses et du commerce des valeurs mobilières.

La SOA a apporté des modifications considérables à la gouvernance et à l'obligation de divulguer des sociétés cotées en bourse aux États-Unis. Pour assurer une certaine compatibilité entre les deux pays et la compétitivité du Canada, les organismes réglementaires canadiens ont dû adopter des mesures semblables. La réponse du Canada a toutefois été déterminée par les conditions uniques de son marché intérieur. Les organismes réglementaires canadiens ont aussi tiré profit de l'expérience des États-Unis depuis 2002, évitant ainsi bon nombre des difficultés rencontrées par leurs homologues américains. Au Canada, la plupart des nouvelles dispositions réglementaires découlant des réformes sont entrées en vigueur au milieu de 2005. Les autres seront mises en place progressivement au cours des prochaines années.

RÉFORMES RÉCENTES DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE AUX ÉTATS-UNIS

A. Aperçu de la Loi Sarbanes-Oxley de 2002

La SOA a été déposée au lendemain d'une série de grands scandales impliquant des entreprises, comme Enron, WorldCom, Global Crossing et Tyco, ainsi que plusieurs cabinets de vérificateurs importants, dont Arthur Andersen. À cause de ces scandales, des entreprises et des investisseurs américains ont essuyé des pertes de plusieurs centaines de milliards de dollars.

Des faillites d'entreprises et la forte dépréciation de certaines actions ont été suivies de reportages sur la rémunération excessive de dirigeants, des délits d'initiés et des lacunes systématiques dans la surveillance qui aurait dû être exercée par les cadres et les conseils d'administration, lacunes qui ont finalement conduit à une vague de poursuites criminelles très médiatisées de dirigeants d'entreprises.

En guise de réaction à ces scandales, la SOA a apporté des changements radicaux à la gouvernance et à l'obligation de divulguer des sociétés cotées en bourse aux États-Unis. Son premier objectif était de rétablir rapidement la confiance des investisseurs dans les marchés et son deuxième, de prévenir d'autres cas de fraude par des entreprises. À cette fin, ses dispositions visaient à accroître la responsabilisation des dirigeants, à améliorer la divulgation par les entreprises, à imposer de nouvelles normes et responsabilités aux comités de vérification, à accroître les pouvoirs de surveillance des vérificateurs et à limiter les conflits d'intérêts, à augmenter la responsabilité en cas d'actes répréhensibles et à éliminer les conflits d'intérêts chez les analystes financiers. La SOA ne traçait toutefois que les grandes lignes de la réforme; la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC) et les bourses elles-mêmes devaient en appliquer les nombreux détails par voie réglementaire.

Une des dispositions les plus importantes de la SOA crée le Public Company Accounting Oversight Board, dont le but est de prévenir les pratiques de vérification abusives telles que celles constatées chez Enron. Cet organisme enregistre et surveille tous les cabinets d'expertise comptable qui vérifient les états financiers des sociétés ouvertes, enquête sur leurs activités, leur impose au besoin des sanctions et établit les normes qu'ils doivent respecter. La SOA fixe d'autres grandes conditions à observer dans ce domaine, notamment d'importantes restrictions concernant les vérificateurs des sociétés ouvertes. Par exemple, elle leur impose de nouvelles normes d'indépendance, eu égard au fait que la vérification des états financiers d'Enron par Arthur Anderson peut avoir été compromise parce que ce cabinet fournissait à la fois des services de vérification et de consultation à cette compagnie.

La SOA n'a pas comme unique cible les vérificateurs comptables. Elle comporte aussi tout un éventail de dispositions sur la gouvernance des entreprises. Par exemple, elle élargit le rôle et les responsabilités du comité de vérification du conseil d'administration des sociétés ouvertes, et prévoit des mécanismes pour empêcher la haute direction d'en contrôler les membres. Par ailleurs, la SOA prévoit qu'au moins un des membres du comité de vérification doit avoir la désignation d'expert financier qualifié.

Bon nombre de ces réformes ont soulevé la controverse. Une des dispositions les plus contestées exige que les présidents-directeurs généraux (PDG) et directeurs financiers des sociétés ouvertes attestent personnellement de l'exactitude des divers rapports financiers, exigence assortie de sanctions pénales sérieuses en cas de fausse attestation. En outre, si une société ouverte procède à un retraitement de ses états financiers, son PDG et son directeur financier pourraient être obligés de renoncer à leurs primes de rendement ou aux profits réalisés par la vente d'actions de cette société pendant une période d'un an. La SOA interdit aussi les nouveaux prêts aux administrateurs et aux dirigeants. Une autre disposition controversée – l'article 404, considéré comme le plus onéreux sur le plan financier – oblige les sociétés ouvertes à documenter et à contrôler leurs processus de comptabilité financière pour s'assurer que leurs rapports financiers sont exacts.

En plus des réformes visant à renforcer le régime de gouvernance des entreprises, la SOA introduit une nouvelle série d'obligations en matière de divulgation d'information. Par exemple, une entreprise doit signaler « rapidement et sans délai » tout changement important concernant sa situation financière. De plus, la SOA crée de nouvelles infractions fédérales en matière d'entrave à la justice et de fraude en valeurs mobilières ou élargit les infractions existantes. La peine d'emprisonnement maximale pour certaines infractions aux lois sur les valeurs mobilières a ainsi doublé, passant de 10 à 20 ans, et l'amende maximale imposée à une compagnie qui en est reconnue coupable est passée de 2,5 à 25 millions de dollars. Pour réprimer davantage la fraude dans les entreprises, la SOA prévoit une meilleure protection des dénonciateurs : aucune compagnie ne peut congédier, rétrograder, suspendre, menacer ou traiter de manière discriminatoire un employé qui, conformément à la loi, a fourni de l'information sur un cas présumé de fraude(1).

Au total, la SOA et la réglementation connexe adoptée par la SEC et les bourses comptent plus d'une centaine de dispositions importantes(2).

---

(1) *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, art. 806.

(2) Pour un exposé détaillé sur la SOA, voir Margaret Smith, *La Sarbanes-Oxley Act of 2002 aux États-Unis : Réformer la gouvernance et le régime déclaratif des entreprises*, PRB 02-42F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 4 novembre 2002.

B. Évaluation de l'efficacité de la Loi Sarbanes-Oxley

Trois ans après l'adoption de la SOA, les organismes réglementaires et les observateurs des marchés aux États-Unis ne font que commencer à évaluer son efficacité. Parce qu'il s'agit nettement d'un long processus, de nombreux observateurs pensent qu'il est peut-être trop tôt pour déterminer si les réformes ont atteint les objectifs visés, ou si les avantages qu'elles procurent compenseront largement ce qu'elles auront coûté.

Une des premières critiques formulées à l'égard de la SOA était qu'elle a été élaborée à la hâte et mise en œuvre trop rapidement. Cette situation a provoqué de l'incertitude et de la confusion au sein des entreprises pendant qu'elles tentaient de comprendre leurs nouvelles obligations. Parfois, celles-ci n'étaient pas claires, car les règles devenaient exécutoires avant que la SEC ou les bourses en aient fourni une interprétation détaillée. Par exemple, dans le cas de l'attestation des états financiers, les PDG et les directeurs financiers devaient répondre personnellement de ces attestations avant que la SEC en ait donné la signification ou l'interprétation exacte. En 2005, la SEC a réagi à ces critiques en fournissant des éclaircissements relativement à la réglementation initiale et a promis de procéder à d'autres consultations visant à l'améliorer.

Par ailleurs, le fardeau réglementaire excessif imposé par les réformes demeure une source de préoccupation. Selon l'organisme Financial Executives International, qui a fait un sondage auprès 217 compagnies ayant des revenus moyens de plus de cinq milliards de dollars, le coût d'observation de la réglementation était en moyenne de 4,36 millions. Ce sondage a aussi indiqué que les coûts réellement supportés par les compagnies pour se conformer à la réglementation dépassaient les prévisions des compagnies d'environ 39 p. 100. Une autre étude a déterminé que le coût cumulatif assumé par le secteur privé à ce chapitre se chiffrait à 1,4 billion de dollars(3). D'après les estimations, le coût d'observation du seul article 404 (contrôles internes) a coûté plus de 30 milliards de dollars aux entreprises américaines(4).

Certaines dépenses correspondaient à des coûts de mise en œuvre ponctuels. Toutefois, les coûts d'observation de la SOA sont élevés et représentent un fardeau financier considérable, surtout pour les petites entreprises et les industries émergentes, qui ont été touchées

---

(3) « A price worth paying? », *The Economist*, vol. 375, n° 8427, 21 mai 2005, p. 71 à 73.

(4) Amey Stone, « SOX: Not So Bad After All? », *BusinessWeek Online*, 1er août 2005.

de manière disproportionnée. Cette situation est en voie de changer, parce que les organismes réglementaires commencent à écouter ceux qui demandent une interprétation moins rigide de la réglementation. La SEC discute aussi de réformes visant précisément à alléger le fardeau réglementaire et bureaucratique imposé aux petites entreprises.

On ne fait que commencer à se rendre compte des coûts cachés de la SOA. Il semblerait que des entreprises étrangères, y compris un bon nombre de compagnies canadiennes, se retirent des bourses américaines ou décident de ne pas s'y inscrire en raison de cette loi. La Bourse de New York signale que le taux d'inscriptions étrangères a diminué depuis l'adoption de la SOA, passant de 50 à 60 (les compagnies européennes en représentaient environ le tiers) par an avant son adoption à 16 (dont seulement deux compagnies européennes) en 2003[5]. Dans d'autres cas, des entreprises décident de ne pas se transformer en société ouverte pour éviter les coûts d'observation[6]. Plusieurs observateurs des marchés croient en outre que la nouvelle réglementation, notamment les dispositions visant à accroître la responsabilité personnelle des directeurs et des dirigeants, décourage la prise de risques ainsi que d'autres formes d'entrepreneuriat.

En revanche, les avantages des réformes deviennent aussi de plus en plus évidents. L'article 404, qui vise à renforcer les contrôles internes, met en place des conditions qui pourraient permettre d'accroître la rigueur des rapports financiers et de prendre de meilleures décisions d'investissement – des améliorations notées par l'agence de cotation Moody's. Néanmoins, des universitaires et des économistes soulignent qu'il leur faudra plus de preuves concrètes que la SOA fonctionne avant qu'ils ne se prononcent sur sa valeur.

LA RÉPONSE DU CANADA

Les changements apportés au Canada s'inspirent largement des dispositions de la SOA et de la réglementation connexe, mais la réponse canadienne a été adaptée en fonction des différences structurelles et philosophiques considérables qui existent entre les marchés financiers des deux pays. L'approche plus mesurée du Canada à l'égard de l'application de ses mesures a

---

(5) Le 15 décembre 2005, Air China, une société chinoise, a décidé de s'inscrire à la Bourse de Londres plutôt qu'à la Bourse de New York. Les observateurs du secteur industriel croient qu'elle a pris cette décision pour éviter les fardeaux de la SOA.

(6) « 404 Tonnes of Paper », *The Economist*, vol. 373, n° 8406, 18 décembre 2004, p. 116.

aussi permis aux organismes réglementaires canadiens de tirer des enseignements de l'expérience américaine.

A. Le contexte canadien

En 2002, les organismes canadiens de réglementation du commerce des valeurs mobilières ont senti d'énormes pressions s'exercer sur eux pour qu'ils adoptent des réformes analogues à celles réalisées aux États-Unis afin de maintenir la confiance des investisseurs dans le système de réglementation canadien ainsi que l'intégrité des marchés financiers du pays. Toutefois, il semblait moins urgent de le faire au Canada, puisqu'à l'époque le pays n'avait pas encore connu de fraude d'entreprise aussi grave qu'aux États-Unis. Néanmoins, les organismes de réglementation canadiens ont profité de l'occasion fournie par la SOA pour introduire des réformes, attendues depuis longtemps, aux lois régissant les entreprises et les valeurs mobilières.

En outre, ces organismes étaient convaincus que des réformes semblables à celles mises en œuvre aux États-Unis s'imposaient pour préserver l'accès préférentiel du Canada aux marchés américains[7], une nécessité capitale pour les grands émetteurs de titres du pays. Les entreprises canadiennes représentent le plus grand groupe de sociétés étrangères cotées en bourse aux États-Unis : environ 15 p. 100 des sociétés inscrites à la Bourse de Toronto le sont aussi aux États-Unis. Au total, 180 entreprises canadiennes étaient aussi cotées à la Bourse de New York, à l'American Stock Exchange ou au NASDAQ à la fin de 2003[8].

Puisque la plupart des entreprises cotées en bourse dans les deux pays étaient déjà assujetties aux exigences américaines, les organismes canadiens de réglementation se sont retrouvés dans une situation où il fallait répondre à la fois aux besoins divergents des grandes sociétés émettrices canadiennes cotées en bourse aux États-Unis et des petites sociétés canadiennes, plus nombreuses et cotées en bourse uniquement au Canada. Des exigences contradictoires seraient inacceptables pour les compagnies cotées dans les deux pays, sauf si la

---

(7) Le Canada-U.S. Multi-jurisdictional Disclosure System permet aux sociétés ouvertes admissibles du Canada d'accéder aux marchés boursiers américains en utilisant des documents d'information canadiens (qui ne sont soumis qu'à l'examen des organismes canadiens de réglementation du commerce des valeurs mobilières), et ce, sans être assujetties au système américain d'enregistrement et de rapport.

(8) Scott Hendry et Michael R. King (directeur et directeur adjoint de la recherche, respectivement, département des Marchés financiers), « L'efficience des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été 2004.

réglementation américaine prévoyait des exemptions appropriées pour les émetteurs privés étrangers. Des exigences identiques seraient pour ainsi dire superflues si les petits émetteurs canadiens en étaient dispensés[9].

Pour choisir les réformes américaines à adopter, les organismes de réglementation devaient également tenir compte des différences considérables entre les marchés financiers des deux pays. Premièrement, le Canada – contrairement aux États-Unis – n'a pas de commission nationale des valeurs mobilières. Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières relève des gouvernements provinciaux et territoriaux, qui ont chacun leurs propres lois et organismes de réglementation. Pour que cette réglementation soit uniforme d'un océan à l'autre – condition essentielle pour son harmonisation avec les réformes américaines –, il faudrait que les 13 autorités réglementaires s'entendent pour l'uniformiser et prennent les mesures nécessaires pour y arriver[10]. La situation était d'autant plus compliquée que les autorités provinciales ont souvent des points de vue très différents sur la réglementation des marchés, ce qui ralentit encore plus la mise en place de réformes à l'échelle nationale.

Deuxièmement, il y a au Canada un pourcentage beaucoup plus élevé de sociétés ouvertes ayant un actionnaire dominant qu'aux États-Unis. Selon la Bourse de Toronto, plus de 25 p. 100 des 300 plus grandes compagnies qui y sont cotées ont un actionnaire dominant, et entre un cinquième et un quart des entreprises canadiennes émettent des actions à droit de vote restreint ou subalterne[11].

Certains se sont vivement opposés à ce que le Canada adopte des réformes qui augmenteraient la proportion requise d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration des sociétés ouvertes canadiennes et imposeraient des restrictions concernant les membres siégeant aux comités de vérification. Ces mesures, ont indiqué ces détracteurs, seraient inapplicables au Canada, parce que les actionnaires dominants veulent être représentés

---

(9) Christopher C. Nicholls, *The Canadian Response to Sarbanes-Oxley*, Toronto, Capital Markets Institute, janvier 2003.

(10) Les autorités de réglementation coordonnent leurs activités grâce aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières, forum permettant d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières d'un bout à l'autre du pays. Étant donné la prééminence de la Bourse de Toronto, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est généralement considérée comme l'autorité de réglementation principale au Canada, et c'est elle qui est habituellement à la tête des efforts visant la réforme.

(11) Pour un exposé plus détaillé, voir Tara Gray, *Structures à deux catégories d'actions et pratiques exemplaires en matière de gouvernance d'entreprise*, PRB 05-26F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 18 août 2005.

au sein du conseil d'administration ou en nommer les membres. L'indépendance obligatoire du comité de vérification serait particulièrement difficile à obtenir si elle devait empêcher les administrateurs associés à l'actionnaire dominant d'une société ouverte de faire partie du conseil d'administration. Les petites sociétés ouvertes canadiennes seraient vraiment désavantagées, puisque le nombre d'administrateurs qualifiés qui seraient disposés à siéger au conseil d'administration est déjà limité. Par conséquent, beaucoup ont demandé l'assouplissement des règles pour les petites sociétés émettrices.

La troisième différence est que bon nombre de sociétés ouvertes canadiennes présentent une capitalisation boursière relativement faible. Les entreprises canadiennes se transforment souvent en sociétés ouvertes plus tôt dans leur développement que leurs homologues américaines. Par conséquent, de nombreuses compagnies canadiennes sont très petites par rapport à la norme américaine. Les opposants à l'harmonisation des réglementations canadienne et américaine craignaient que les intérêts financiers de ces petites compagnies soient sacrifiés à cette harmonisation. Pour ces petites compagnies, l'observation d'une réglementation inspirée de la SOA constituerait un fardeau financier et administratif écrasant et insupportable.

Les participants au marché et les organismes de réglementation ont débattu l'adoption d'un système à l'américaine fondé sur des règles. Dans bien des cas, les organismes de réglementation canadiens hésitent à imposer une réglementation, préférant favoriser la bonne gouvernance des entreprises au moyen de directives et de normes volontaires concernant les pratiques exemplaires. Nombre de participants étaient d'avis que l'approche américaine fondée sur des règles a encouragé la « recherche d'échappatoires », une mentalité malsaine qui milite contre le développement d'une culture axée sur l'observation qui, selon eux, décrit mieux l'environnement réglementaire canadien, qui s'appuie sur des principes[12]. On estimait que les organismes de réglementation canadiens devaient établir des principes généraux en matière de divulgation, de responsabilité et de transparence qui permettraient aux entreprises d'exercer leur jugement quant aux mesures concrètes à prendre pour adhérer à ces principes. L'argument voulait qu'un règlement particulier ne puisse pas tenir compte de la situation particulière de toutes les compagnies et se traduise donc par des exigences bureaucratiques inutiles.

---

(12) Nicholls (2003).

B. La réforme réglementaire : un processus permanent

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), de concert avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), ont lancé en 2003 de vastes consultations basées sur la publication d'une série de projets d'instruments visant à tenir compte de la plupart des principales dispositions de la SOA. Ces organismes ont agi ainsi pour éviter la confusion et l'incertitude qui avaient caractérisé l'expérience américaine.

Ensuite, les ACVM ont présenté une série de politiques et d'instruments nationaux (les « règlements » et les « instruments généraux »)[13]. Ces règles s'inspirent largement de la SOA ainsi que de la réglementation et des politiques établies par la SEC et les bourses américaines, mais elles visent à tenir compte de la nature particulière du marché financier canadien. La plupart des provinces ont sollicité des commentaires sur les projets modifiés de règlements et d'instruments généraux avant de les adopter.

Le premier règlement (52-109, *Attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intérimaires des sociétés*) proposé par les organismes canadiens de réglementation exige que les PDG et directeurs financiers attestent les rapports annuels et trimestriels. Les entreprises canadiennes devront aussi se doter de contrôles et de procédures de divulgation à l'égard des rapports financiers. À part quelques différences mineures touchant la façon de divulguer l'information au Canada, le règlement proposé ressemble beaucoup à l'article 302 de la SOA, tant sur le plan de la forme que sur celui de son application.

Le deuxième règlement (52-110, *Règlement sur les comités de vérification*) propose de nouvelles normes et un rôle élargi pour le comité de vérification. Les grandes sociétés ouvertes canadiennes seront tenues de constituer des comités de vérification indépendants et compétents en matière financière. Le règlement prévoit certaines exceptions pour les émetteurs émergents, les sociétés contrôlées et les sociétés émettrices cotées en bourse aux États-Unis.

Le troisième règlement (52-111) concerne les contrôles internes. Les entreprises devront procéder à des vérifications détaillées de tous leurs processus comptables internes et les soumettre à l'examen de leurs vérificateurs externes pour qu'ils rendent un avis à cet égard. En

---

(13) Les « règlements » visent les valeurs mobilières et sont en vigueur dans l'ensemble des provinces et des territoires; les « instruments généraux » visent les valeurs mobilières et sont en vigueur dans chaque province ou territoire qui choisit de les adopter.

outre, le règlement 52-108 propose l'établissement d'un nouvel organisme pour surveiller les opérations comptables, le Conseil canadien sur la reddition de comptes.

Les règlements 52-109 et 52-110 ont été adoptés par toutes les administrations au Canada, sauf la Colombie-Britannique[14]. La plupart des dispositions sont maintenant en vigueur. Les ACVM ont reporté d'un an l'adoption du règlement 52-111, qui sera mis en vigueur progressivement sur une période de quatre ans, à partir des exercices qui se terminent le 30 juin 2007 ou après cette date. Selon Steve Sibold, président des ACVM et de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, le résultat net de cette réglementation est que les investisseurs recevront plus rapidement des renseignements plus uniformes, et qu'ils pourront davantage faire confiance à ces renseignements.

Le 16 janvier 2004, la CVMO a publié des propositions qui décrivent les meilleures pratiques en matière de gouvernance d'entreprise et exigent que les sociétés émettrices tiennent compte de ces pratiques dans leurs rapports :

- *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*;
- *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*.

Ces meilleures pratiques portent notamment sur les éléments suivants : la composition du conseil d'administration, son mandat et ses comités; la formation et l'évaluation des administrateurs; les codes de conduite et d'éthique.

L'objectif de l'instruction générale est de fournir des conseils sur la gouvernance des entreprises; celui du règlement est d'accroître la transparence concernant la gouvernance des sociétés émettrices à l'intention du marché. Les sociétés émettrices ne sont pas tenues d'appliquer l'instruction générale, mais elles doivent divulguer dans leurs rapports les pratiques de gouvernance qu'elles ont adoptées. Toutefois, puisque nombre de petites sociétés pourraient avoir mis en place des procédures moins formelles pour assurer l'efficacité de leur gouvernance, l'instruction générale prévoit des exigences de divulgation moindres dans le cas des sociétés émergentes. Afin de prévenir les chevauchements et les répétitions dans la réglementation, la Bourse de Toronto entend abroger ses lignes directrices sur la gouvernance d'entreprise et ses exigences connexes en matière de divulgation lorsque ces propositions entreront en vigueur dans toutes les provinces.

---

(14) Une société émettrice de la Colombie-Britannique doit observer le règlement si elle présente des rapports non seulement dans sa province mais aussi ailleurs.

Voici d'autres règlements qui sont entrés en vigueur (ou qui le seront prochainement) :

- *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*[15];
- *Règlement 52-107 sur les principes comptables, normes de vérification et monnaies de présentation acceptables*;
- *Projet de règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*;
- *Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers*[16].

Outre les règlements de la CVMO, l'Ontario a récemment modifié sa *Loi sur les valeurs mobilières* afin d'augmenter les peines maximales prévues pour les infractions boursières[17]. Les nouvelles mesures prévoient aussi de nouvelles infractions comme la fraude et la manipulation de cours, des peines plus sévères pour les violations de la *Loi*, un renforcement du pouvoir réglementaire de la CVMO, et l'instauration de la responsabilité civile au titre de l'information continue.

Le gouvernement fédéral a aussi modifié le *Code criminel* pour interdire les opérations d'initié (qui sont aussi réglementées en vertu des lois provinciales sur les valeurs mobilières) et les punir par des sanctions pénales, interdire les menaces et les représailles à l'endroit des dénonciateurs et les punir par des sanctions pénales, accroître les sanctions pour les infractions boursières et définir des facteurs aggravants afin d'aider les tribunaux à imposer des sanctions qui reflètent la gravité du crime. La plupart de ces dispositions sont entrées en vigueur le 15 septembre 2004[18].

---

(15) Le règlement 51-102 est entré en vigueur le 30 mars 2004, mais les dates d'entrée en vigueur de différentes dispositions varient. Il impose des conditions moins rigoureuses aux émetteurs émergents.

(16) Le règlement 71-102 assouplit considérablement le règlement 51-102 pour les émetteurs étrangers inscrits auprès de la SEC et d'autres émetteurs étrangers visés.

(17) *Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine (mesures budgétaires)* (« Loi mettant en œuvre certaines mesures budgétaires », antérieurement le projet de loi 198).

(18) McMillan Binch Mendelsohn, *Corporate Governance in Canada*, Toronto, 2005.

CONCLUSION

L'approche graduelle privilégiée par les organismes de réglementation canadiens leur a peut-être permis d'éviter de nombreux problèmes rencontrés par leurs homologues américains au cours de la mise en œuvre d'un régime de gouvernance inspirée de la Loi Sarbanes-Oxley. Il est toutefois certain que cette approche leur a permis de mieux tenir compte des différences fondamentales entre les marchés financiers canadien et américain.

La principale différence entre bon nombre d'exigences canadiennes et américaines est le caractère non prescriptif de plusieurs des réformes canadiennes, ce qui reflète la nature des marchés financiers canadiens. Au cours des prochaines années, les participants au marché suivront de près ces réformes pour déterminer si les organismes canadiens de réglementation ont réussi à établir un équilibre entre les besoins d'un petit nombre de grandes sociétés émettrices canadiennes, cotées en bourse dans les deux pays, et ceux d'un grand nombre de petites sociétés émettrices canadiennes, cotées uniquement au Canada.